



**University of  
Zurich**<sup>UZH</sup>

**Zurich Open Repository and  
Archive**

University of Zurich  
University Library  
Strickhofstrasse 39  
CH-8057 Zurich  
[www.zora.uzh.ch](http://www.zora.uzh.ch)

---

Year: 2016

---

## **Die expansive Wirkung des Effektivitätsgebots beim Vollzug des EU-Kapitalmarktrechts**

Contratto, Franca

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich  
ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-133080>  
Journal Article

Originally published at:

Contratto, Franca (2016). Die expansive Wirkung des Effektivitätsgebots beim Vollzug des EU-Kapitalmarktrechts. Zeitschrift für Europarecht, (2):36-46.

# Die expansive Wirkung des Effektivitätsgebots beim Vollzug des EU-Kapitalmarktrechts

Franca Contratto\*

## I. Einleitung

Im Zuge der Bewältigung der Finanzkrise von 2008/09 hat eine eigentliche Re-Regulierungswelle die Finanzmärkte erfasst.<sup>1</sup> Die EU hat in diesem Kontext neben den USA eine führende Rolle eingenommen; einerseits im Rahmen der Verhandlungen der G20, andererseits aber auch durch die Schaffung von Regulierungsstandards, welche weit über das eigentliche Territorium der Union hinaus von Bedeutung sind.<sup>2</sup> Die expansive Wirkung der EU-Finanzmarktregulierung erklärt sich dadurch, dass der Zugang zum Binnenmarkt für Finanzdienstleistungsunternehmen aus Drittstaaten nur dann gewährt wird, wenn die in verschiedenen Rechtsakten verankerten Drittstaatenregelungen eingehalten werden. Der Konvergenzdruck auf Drittstaaten hat sich infolgedessen massiv erhöht, zumal der Nachweis eines «gleichwertigen Rechts- und Aufsichtsrahmens» Kernvoraussetzung einer Gleichwertigkeitsanerkennung durch die EU-Kommission – und letztlich eine

Das Effektivitätsgebot hat in den laufenden EU-Finanzreformen unübersehbare Spuren hinterlassen. Um Vollzugsdefizite in den Mitgliedstaaten zu vermeiden, hat die EU harmonisierte Sanktionsregelungen erlassen und Massnahmen für eine Steigerung der Aufsichtskonvergenz ergriffen. Dieser Paradigmenwechsel tangiert nicht nur die Verfahrensautonomie der Mitgliedstaaten, sondern wird sich künftig auch auf die Ausgestaltung von Vollzugsmechanismen in Drittstaaten auswirken.

\* Assistentzprofessorin für Finanzmarktrecht, Universität Zürich. Dieser Beitrag entstand im Rahmen des Universitären Forschungsschwerpunkts Finanzmarktregulierung. Die Verfasserin bedankt sich bei Prof. Dr. Matthias Oesch, Universität Zürich, RA Dr. iur. Andrea Zbinden, Staatssekretariat für Internationale Finanzfragen, RA Christophe de Courten, Eurex Zürich AG sowie RA Mariam Güllner, Deutsche Börse AG, für wertvolle Anregungen und bei MLaw S. Hoti für seine Unterstützung bei den Recherchen.

<sup>1</sup> In den Brennpunkt der politischen Diskussion gerieten Handelsplätze (Börsen, MTF und OTF), komplexe Finanzprodukte (OTC-Derivate), risikoreiche Handelsstrategien (algorithmischer Handel; Leerverkäufe) sowie die im Handel engagierten Akteure (Wertpapierfirmen; Fondsmanager). Während die US-amerikanischen Reformen primär durch den Dodd-Frank Act implementiert wurden, sind die Reformen in der EU auf eine Vielzahl von Rechtsakten verteilt; auf der fraglichen Liste der Kommission figurieren insgesamt 38 Reformprojekte ([http://ec.europa.eu/finance/general-policy/policy/map\\_reform\\_de.htm](http://ec.europa.eu/finance/general-policy/policy/map_reform_de.htm)).

<sup>2</sup> Letzteres erklärt sich u.a. ökonomisch, denn die EU zählt heute – dank der weitreichenden politischen und rechtlichen Integration und der einheitlichen Währung – zu den bedeutendsten Kapitalmärkten weltweit. Vgl. Mügge, in: Mügge (Hrsg.), *Europe and the Governance of Global Finance*, 2014, S. 11 f.; Kern, Deutsche Bank Research, *EU-US financial market integration*, Financial Market Monitor Special No 56, 4. Juni 2008.

Vorbedingung für den Marktzugang für Drittstaatunternehmen – darstellt.<sup>3</sup>

Neu ist in diesem Kontext, dass Drittstaaten nicht nur ihr materielles Recht an die Standards der EU angleichen müssen, sondern dass sie überdies zu gewährleisten haben, dass ihre innerstaatlichen Aufsichts-, Sanktions- und Durchsetzungsmechanismen den EU-Mindestanforderungen an den indirekten Vollzug genügen. Es braucht nicht viel Vorstellungskraft für die Prognose, dass der Effektivitätsgrundsatz bei der Vornahme dieser Äquivalenzprüfung künftig eine Schlüsselrolle einnehmen und sich zu einem supranationalen Einwirkungsinstrument mit prägender Wirkung auf Vollzugsregimes von Drittstaaten entwickeln wird. Die Tatsache, dass innerhalb der EU Bestrebungen zur Harmonisierung und Verschärfung der Sanktionsregelungen im Finanzsektor im Gange sind, wird die Hürden für Drittstaaten noch weiter erhöhen.

Der vorliegende Beitrag zeichnet die jüngsten Entwicklungen und Konkretisierungen des Effektivitätsgrundsatzes im Finanzsektor nach und zeigt die konkreten Konsequenzen für Drittstaaten am Beispiel der Regulierung des algorithmischen Handels auf. Dabei wird erörtert, ob der supranationale Einwirkungsanspruch so weit reichen kann, dass eine Delegation von Vollzugskompetenzen an Selbstregulierungsorganisationen – wie es heute im schweizerischen Finanzmarktrecht vielfach üblich ist – aufgrund von EU-Äquivalenzüberlegungen in Zukunft unterbleiben muss. Der Beitrag schliesst mit Überlegungen dazu, wie die beschriebenen Entwicklungen vor dem Hintergrund zunehmender Extraterritorialität finanzmarktrechtlicher Standards einzuordnen ist.

## II.

### Das Effektivitätsgebot als Richtschnur für den indirekten Vollzug des Unionsrechts

#### 1. Bedeutung im Gefüge des Unionsrechts

Das Vollzugssystem der EU ist beherrscht durch das Primat des indirekten, mitgliedstaatlichen Vollzugs (Art. 291 Abs. 1 AEUV).<sup>4</sup> Die Verwirklichung des Binnenmarktes liegt somit mehrheitlich in der Verantwortung der einzelnen Mitgliedstaaten und ihrer Verwaltungs-

träger.<sup>5</sup> Die Wahl dieses Vollzugskonzepts erklärt sich nicht allein durch die beschränkten Ressourcen der EU, sondern entspricht insbesondere auch den in Art. 5 EUV verankerten Prinzipien der begrenzten Einzelermächtigung, der Subsidiarität und der Verhältnismässigkeit sowie dem Leitgedanken der Wahrung der nationalen Identität (Art. 4 Abs. 2 EUV).<sup>6</sup>

In diesem «föderativ» strukturierten Vollzugsregime besteht naturgemäss ein Spannungsfeld zwischen dem Interesse an einer möglichst effektiven Verwirklichung des Unionsrechts einerseits und der Wahrung der nationalen Verfahrensautonomie andererseits. Das Effektivitätsgebot, welches der EuGH in einer langjährigen, dynamisch verlaufenden Rechtsprechungslinie entwickelt hat, stellt das Schlüsselkriterium zur Lösung dieses Zielkonflikts dar und gilt als zentrales Instrument, um den wirksamen Vollzug des Unionsrechts sicherzustellen.<sup>7</sup> Es ist – trotz begrifflicher Unschärfe und einer gewissen Konturlosigkeit<sup>8</sup> – seit Langem als tragender allgemeiner Rechtsgrundsatz des Unionsrechts anerkannt.<sup>9</sup> Mit dem Vertrag von Lissabon wurde das Effektivitätsgebot als Element der unionsrechtlichen Loyalitätspflicht in Art. 4 Abs. 3 UAbs. 2 EUV kodifiziert.<sup>10</sup>

#### 2. Entwicklungslinien in der Rechtsprechung des EuGH

Der EuGH entwickelte schon relativ früh erste Ansätze zur Vermeidung von Vollzugsdefiziten im europäischen Mehrebenensystem: War die Rechtsprechung während der Gründungsphase der Gemeinschaft noch durch viel Respekt vor den Souveränitätsansprüchen der Mitglied-

<sup>3</sup> Anschaulich dazu Glaser, Die Entwicklung des Europäischen Verwaltungsrechts aus der Perspektive der Handlungsformenlehre, 2013, S. 3, der von einer «Instrumentalisierung der nationalen Behörden als Verwaltungsunterbau» der EU spricht.

<sup>6</sup> Guckelberger/Geber, Allgemeines Europäisches Verfahrensrecht vor seiner unionsrechtlichen Kodifizierung, 2013, S. 42 ff.

<sup>7</sup> König, Der Äquivalenz- und Effektivitätsgrundsatz in der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs, 2011, S. 240 f., sieht die Rechtsprechung des EuGH insofern der «Konkordanzdogmatik» verpflichtet, als schwerwiegende Interventionen in die nationale Verfahrensautonomie jeweils durch besonders bedeutende Interessen der Union gerechtfertigt werden müssten. Für Einzelheiten zu diesen zwei Grundsätzen siehe unten, II.2.

<sup>8</sup> Schmidt-Assmann, Deutsches und europäisches Verwaltungsrecht – Wechselseitige Einwirkungen, DVBl 1993, S. 924 ff., S. 931, verwendet das Attribut «schillernd» und betont, das Effektivitätsgebot sei «ein das EG-Recht bestimmender Grundsatz, der in unterschiedlichen Erscheinungsformen auftrete.» Zur uneinheitlichen Terminologie siehe auch Tomasic, Effet utile: Die Relativität teleologischer Argumente im Unionsrecht, 2013, S. 12 ff.

<sup>9</sup> Lecheler, Der Grundsatz der Effektivität im Gemeinschaftsrecht – Herkunft und Ausprägung, 2002, passim; Jarass/Beljin, Die Bedeutung von Vorrang und Durchführung des EG-Rechts für die nationale Rechtsetzung und Rechtsanwendung, NVwZ 2004, S. 1 ff., S. 10 f.; Potacs, Effet utile als Auslegungsgrundsatz, EuR 2009, S. 465 ff., S. 480.

<sup>10</sup> Hatje, in: Schwarze (Hrsg.), EU-Kommentar, 2012, Art. 4 EUV Rz. 34 ff.

<sup>3</sup> Zu weiteren Vorteilen der Äquivalenz für Drittstaaten und Drittstaatunternehmen siehe unten Fn. 60.

<sup>4</sup> Zum Dualismus Eigenverwaltungs-/Unionsverwaltungsrecht siehe von Danwitz, Europäisches Verwaltungsrecht, 2008, S. 312 f.; Schmidt-Assmann, in: Schmidt-Assmann/Hoffmann-Riem (Hrsg.), Strukturen des Europäischen Verwaltungsrechts, 1999, S. 9 ff., S. 17.

Die expansive Wirkung  
des Effektivitäts-  
gebots beim Vollzug  
des EU-Kapitalmarkt-  
rechts

staaten geprägt,<sup>11</sup> so zeichneten sich doch bereits in den Leitentscheiden *Rewe* und *Comet* aus dem Jahr 1976 deutliche Beschränkungen der nationalen Verfahrensautonomie ab.<sup>12</sup> Mit der Einführung der «Doppelschranke» der Nichtdiskriminierung<sup>13</sup> und der Vermeidung des praktischen Verunmöglichens der Gemeinschaftsrechtsverwirklichung<sup>14</sup> legte der EuGH in diesen Entscheiden den Grundstein für jene zwei Grundsätze, denen noch heute tragende Bedeutung bei der Beurteilung mitgliedstaatlicher Vollzugsmassnahmen zukommt:

- Nach dem Äquivalenzgrundsatz<sup>15</sup> sind Verstösse gegen Unionsrecht nach denselben sachlichen und verfahrensrechtlichen Vorschriften zu ahnden wie bei vergleichbaren Verstössen gegen nationales Recht.<sup>16</sup> Zudem müssen nationale Behörden das Unionsrecht mit derselben Akribie und Sorgfalt durchsetzen, die sie bei der Anwendung nationalen Rechts walten lassen würden.<sup>17</sup> Wer ein sich aus Gemeinschaftsrecht ergebendes Recht geltend macht, soll nicht schlechter gestellt werden als jemand, der seinen Anspruch allein gestützt auf nationales Recht begründet; aus letzterem ergibt sich der enge inhaltliche Bezug zum gemeinschaftsrechtlichen Gleichheitsgrundsatz.<sup>18</sup>
- Nach dem Effektivitätsgrundsatz sind Mitgliedstaaten zwecks Sicherung der Funktionsfähigkeit des Gemeinschaftsrechts dazu verpflichtet, nationale Vollzugsregimes so auszugestalten, dass die «volle Wirksamkeit» des Unionsrechts i.S.d. «*effet utile*»<sup>19</sup>

<sup>11</sup> In dieser Phase bekräftigte der EuGH jeweils im Rahmen der sog. «Soweit-Formel», es sei Sache der innerstaatlichen Rechtsordnung jedes einzelnen Mitgliedstaates, die für die Durchführung des Gemeinschaftsrechts erforderlichen Dispositionen zu treffen, soweit das Gemeinschaftsrecht hierfür keine gemeinsamen Regeln enthalte. Programmatisch: Urteil *Deutsche Milchkontor*, 205–215/82, ECLI:EU:C:1983:233, Rn. 17. *Guckelberger/Geber* (Fn. 6) S. 50, erklären die Zurückhaltung des EuGH u.a. mit der Abhängigkeit des EuGH von der Kooperationsbereitschaft nationaler Gerichte.

<sup>12</sup> Urteil *Rewe*, 33/76, ECLI:EU:C:1976:188; Urteil *Comet*, 45/76, ECLI:EU:C:1976:191.

<sup>13</sup> Gemäss Urteil *Rewe* (Fn. 12), Rn. 5, dürfen Mitgliedstaaten die Modalitäten der Durchsetzung der sich unmittelbar aus dem Gemeinschaftsrecht ergebenden Rechte nicht «ungünstiger» gestalten «als für gleichartige Klagen, die das innerstaatliche Recht betreffen [...]».

<sup>14</sup> Gemäss Urteil *Rewe* (Fn. 12) Rn. 5, muss das innerstaatliche Verfahrensrecht so ausgestaltet sein, dass es die Verfolgung der durch das Gemeinschaftsrecht gewährten Rechte nicht «praktisch unmöglich» macht.

<sup>15</sup> In der früheren Rechtsprechung auch als «Diskriminierungsverbot» und teilweise auch als Grundsatz der Gleichwertigkeit bezeichnet.

<sup>16</sup> Urteil *Deutsche Milchkontor* (Fn. 11).

<sup>17</sup> Urteil *Kommission/Griechenland*, C-68/88, ECLI:EU:C:1989:339, Rn. 25; Urteil *Fromme*, 54/81, ECLI:EU:C:1982:142, Rn. 6; Urteil *ayWa*, 146, 192 und 193/81, ECLI:EU:C:1982:146, Rn. 22.

<sup>18</sup> Eingehend und mit diversen Rechtsprechungshinweisen *König* (Fn. 7) S. 92 ff.; *Ranacher/Frischhut*, Handbuch Anwendung des EU-Rechts, 2009, S. 259 ff., S. 313.

<sup>19</sup> Die *effet utile*-Doktrin besagt, dass die Verträge stets im Hinblick auf eine möglichst effektive Wirkung der unionsrechtlichen Bestimmungen auszulegen sind. Eingehend dazu: *Potacs* (Fn. 9) 465 ff., 476 ff., 478. Zum Konnex zwischen der *effet utile*-Doktrin und dem Effektivitätsgrundsatz siehe *Schmidt-Assmann* (Fn. 8) S. 931.

gewährleistet wird.<sup>20</sup> Dabei gilt es bei der Wahl der Sanktionen zu beachten, dass diese in jedem Fall «wirksam, verhältnismässig und abschreckend» sein müssen.<sup>21</sup>

Während das Äquivalenzgebot kaum je zu rechtlichen Auseinandersetzungen Anlass bot, sind die das Effektivitätsgebot betreffenden Urteile äusserst zahlreich.<sup>22</sup> Dennoch begegnet man in der Doktrin immer wieder dem Vorwurf, das Effektivitätsgebot sei weitgehend konturlos geblieben, die diesbezügliche Rechtsprechung des EuGH sei unsicher, ja geradezu unberechenbar.<sup>23</sup> Fest steht, dass der EuGH das Effektivitätsgebot in der Vergangenheit mit wechselnder Intensität durchgesetzt hat; so wurden etwa deutlich interventionistische, supranational motivierte Rechtsprechungsperioden<sup>24</sup> später wieder von gemässigten, stärker auf die nationale Verfahrensautonomie ausgerichteten Phasen abgelöst.<sup>25</sup> Selbst wenn sich der EuGH stets vorbehalten hat, den Zielkonflikt zwischen effektiver Verwirklichung des Unionsrechts und nationaler Verfahrensautonomie jeweils unter Würdigung der konkreten Einzelumstände zu lösen, so lassen sich in einer retrospektiven Analyse dennoch verallgemeinerbare Tendenzen und Wertungen in der Rechtsprechung des EuGH nachweisen, welche sich wohl eher mit der evolutiven Entwicklung der Europäischen Gemeinschaft *per se* und dem jeweiligen Integrationsstand des Binnenmarktes erklären lassen.<sup>26</sup>

### III.

## Einwirkungsanspruch des Unionsrechts auf den Vollzug des Kapitalmarktrechts

### 1. Normative Verankerung des Effektivitätsgebots

Nachdem sich Ende der 1990er-Jahre abzuzeichnen begann, dass die Integration der Finanzmärkte innerhalb der EU nur zögerlich vorankam, lancierte die Kommission auf Ersuchen des Rats den Aktionsplan für Finanzdienstleistungen (FSAP).<sup>27</sup> Der FSAP umfasste 42 Massnahmen zur Schaffung eines harmonisierten Rechtsrahmens für Finanzdienstleistungen, wobei auch Ansätze zur Stärkung von Aufsicht und Durchsetzung Teil des Massnahmenpakets bildeten.

Obwohl die nationale Verfahrensautonomie zumindest im Grundsatz weiterhin Bestand hatte, wurde es im Zuge der Umsetzung des FSAP üblich, die Mitgliedstaaten in Richtlinien-texten dazu zu verpflichten, «wirksame, verhältnismässige und abschreckende»<sup>28</sup> Sanktionen zur Ahndung von Verstössen gegen das Unionsrecht vorzusehen.<sup>29</sup> Diese «Formel» findet sich etwa in Richtlinien-texten betreffend Marktmissbrauch<sup>30</sup>, Kapitalmarktprospekte<sup>31</sup>, Transparenzvorschriften für Emittenten<sup>32</sup>, Geldwäscherei<sup>33</sup> und natürlich in MiFID I<sup>34</sup> wieder.<sup>35</sup> Der Europäische Gesetzgeber hat damit nicht nur den Kerngehalt des Effektivitätsgebots normativ

<sup>20</sup> König (Fn. 7) S. 107 m.w.H.; Ranacher/Frischhut (Fn. 18) S. 262 ff., 313 m.w.H.

<sup>21</sup> Urteil Kommission/Griechenland (Fn. 17) Rn. 24; Urteil von Colson und Kamann, 14/83, ECLI:EU:C:1984:153; Urteil Kommission/Vereinigtes Königreich, C-383/92, ECLI:EU:C:1994:234, Rn. 42.

<sup>22</sup> Von Danwitz (Fn. 4) S. 485.

<sup>23</sup> Für eine Übersicht über die kritische Literatur siehe König (Fn. 7) S. 105 m.w.H.

<sup>24</sup> Dies trifft etwa auf die Rechtsprechungsphase zu Beginn der 1990er-Jahre zu, als der EuGH Mitgliedstaaten dazu anhielt, nationale Fristvorschriften ausser Acht zu lassen oder neue, bisher unbekannte Rechtsbehelfe zu schaffen. Stellvertretend hierfür: Urteil The Queen/Secretary of State for Transport, ex parte: Factortame, C-213/89, ECLI:EU:C:1990:257, Rn. 21.

<sup>25</sup> Ab Mitte der 1990er-Jahre nahm der EuGH nur mit grosser Zurückhaltung auf nationale Vollzugsregimes Einfluss, begründete dies aber oft auch mit Gründen der Rechtssicherheit. Stellvertretend hierfür: Urteil Peterbroek, C-312/93, ECLI:EU:C:1995:437, Rn. 14.

<sup>26</sup> Zu diesen Entwicklungslinien siehe Guckelberger/Geber (Fn. 6) S. 50 ff.; Krönke, Verfahrensautonomie in den Mitgliedstaaten?, Ritsumeikan Law Review No. 28, 2011, S. 307 ff. Zur Interdependenz zwischen wirtschaftlicher Integration und der Entwicklung eines einheitlichen Rechtsrahmens siehe Kellerhals, Wirtschaftsrecht und europäische Integration, 2006, S. 171 ff., 247 ff.

<sup>27</sup> Mitteilung der Kommission vom 11. Mai 1999 «Umsetzung des Finanzmarktrahmens: Aktionsplan», KOM (1999) 232 endg. (nicht im ABL. veröffentlicht).

<sup>28</sup> Diese «Formel» geht ursprünglich auf das Urteil zum griechischen Maisskandal aus dem Jahr 1989 zurück. Dazu Urteil Kommission/Griechenland (Fn. 17), Rn. 24.

<sup>29</sup> So bereits die Feststellung bei *Moloney*, EU Securities and Financial Market Regulation, 2014, S. 967.

<sup>30</sup> Art. 14 Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABL. 2013 L 096, S. 16.

<sup>31</sup> Art. 25 Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, ABL. 2003 L 345, S. 64. Siehe dazu auch Erw.gr. 43.

<sup>32</sup> Art. 28 Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, ABL. 2004 L 390, S. 38. Siehe dazu auch Erw.gr. 37.

<sup>33</sup> Art. 39 Richtlinie 2005/60/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Oktober 2005 zur Verhinderung der Nutzung des Finanzsystems zum Zwecke der Geldwäsche und der Terrorismusfinanzierung, ABL. 2005 L 309, S. 15.

<sup>34</sup> Art. 51 Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, ABL. 2004 L 145, S. 1. Zu den Anforderungen an die Abschreckungswirkung von Sanktionen siehe auch Erw.gr. 38.

<sup>35</sup> Auch in den seither verabschiedeten Neufassungen dieser Rechtsakte im Zuge der Finanzmarktreform findet sich die oben erwähnte «Formel» stets wieder. Für Beispiele siehe unten Fn. 45 und Fn. 46.

Die expansive Wirkung  
des Effektivitäts-  
gebots beim Vollzug  
des EU-Kapitalmarkt-  
rechts

verankert, sondern insbesondere auch den Einwirkungsanspruch des Unionsrechts auf den nationalen Vollzug deutlich gemacht.<sup>36</sup>

Nichtsdestotrotz blieb das Effektivitätsgebot auch in der Folge weitestgehend konturlos; wie gering dessen Ausstrahlungswirkung auf die Ausgestaltung der mitgliedstaatlichen Vollzugsregimes blieb, zeigte sich allerdings erst im Kielwasser der Finanzkrise, als Mängel in der Durchsetzung der EU-Kapitalmarktregulierung in den Brennpunkt des politischen und öffentlichen Interesses gerieten.

## 2. Harmonisierte Sanktionsregelungen

Im Zuge der Finanzkrise wurden Vollzugsdefizite in der Aufsicht, Mängel in der Koordination von Durchsetzungsmassnahmen und Divergenzen im Quervergleich der mitgliedstaatlichen Sanktionsregelungen schonungslos ans Tageslicht befördert.<sup>37</sup> Im Rahmen der Reform der Europäischen Finanzaufsichtsarchitektur stand deshalb auch die Förderung von Konvergenz in der Aufsichtspraxis sowie eine Effektivierung und Harmonisierung der Sanktionsregelungen im Vordergrund.<sup>38</sup> In diesem Kontext als richtungsweisend erwiesen sich die Vorschläge der Kommission zur «Stärkung der Sanktionsregelungen im Finanzsektor», welche im Dezember 2010 dem Europäischen Parlament, dem Rat, dem Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss sowie dem Ausschuss der Regionen vorgelegt wurden.<sup>39</sup> Darin propagiert wurde die Schaffung eines gemeinsamen unionsrechtlichen Rechtsrahmens bezüglich folgender Eckwerte:<sup>40</sup>

- Basiskatalog von verwaltungsrechtlichen Sanktionen und anderen Massnahmen, welche Aufsichtsbehörden zwingend zur Verfügung stehen müssen (insbesondere Entzug der Zulassung, öffentliche Warnungen, Tätigkeitsverbote für Leitungsorgane, Gewinneinziehung und finanzielle Sanktionen);
- Kriterien zur Verhängung bzw. Bemessung von Sanktionen (insbesondere Art, Schwere und Auswirkungen des Verstosses, Adressaten einer Sanktion und deren Kooperationsbereitschaft);

<sup>36</sup> Tomasic (Fn. 8) S. 68 ff., insbesondere S. 73.

<sup>37</sup> So bereits die Feststellung im Bericht der Expertengruppe «De-Larosiè» vom 25. Februar 2009, Empfehlung Nr. 20, Rn. 201. Ähnliche Befunde finden sich in diversen, von CEBS, CESR und CEIOPS im Auftrag des Rats für Wirtschaft und Finanzen (ECOFIN) durchgeführten Studien. Für Nachweise hierzu vgl. KOM (2010) 716 (Details unten, Fn. 39) S. 3, 7 ff.

<sup>38</sup> Zum neuen Europäischen System der Finanzaufsicht (ESFS) als dezentraler Verbund – bestehend aus einer Vielzahl nationaler und europäischer (EBA; ESMA; EIOPA) Aufsichtsbehörden, koordiniert im Ausschuss der Europäischen Aufsichtsbehörden (ESAs) siehe <[www.europarl.europa.eu/atyourservice/de/displayFtu.html?ftuId=FTU\\_3.2.5.html](http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/de/displayFtu.html?ftuId=FTU_3.2.5.html)>).

<sup>39</sup> Mitteilung der Kommission «Sanktionsregelungen im Finanzdienstleistungssektor», KOM (2010) 716 vom 8. Dezember 2010.

<sup>40</sup> KOM (2010) 716 (Fn. 39) S. 12–17.



- Vorgaben für die Veröffentlichung von Sanktionsentscheiden («naming and shaming»);
- Instrumente zur Erhöhung der Aufdeckungsquote (insbesondere Whistleblowing und Kronzeugenprogramme);
- Exploration der Angemessenheit strafrechtlicher Sanktionen.

In einer öffentlichen Konsultation wurden die Vorschläge der Kommission mehrheitlich bejaht.<sup>41</sup> Um den Mitgliedstaaten dennoch einen gewissen Spielraum bei der Ausgestaltung ihrer Vollzugsregimes zu überlassen, kündigte die Kommission an, keine Vollharmonisierung anzustreben, sondern supranationale Sanktionsregeln in Form von Mindeststandards zu etablieren.<sup>42</sup> Prozedural hat sich die Kommission entgegen ihrer ursprünglichen Intention für ein schrittweises Vorgehen entschieden; sie wird jeweils im Rahmen der Überarbeitung einzelner Rechtsakte einheitliche Mindeststandards für verwaltungsrechtliche Sanktionen festlegen und gleichzeitig prüfen, ob im fraglichen Regelungsbereich allenfalls auch die Einführung strafrechtlicher Sanktionen angezeigt ist.<sup>43</sup>

Erstmals umgesetzt wurde der neue Harmonisierungsansatz im Bereich des Marktmissbrauchsrechts: So sieht Art. 30 der neu erlassenen Marktmissbrauchsverordnung (MAR)<sup>44</sup> einen direkt verbindlichen Katalog von verwaltungsrechtlichen Sanktionen und Massnahmen vor. Ähnliche Formulierungen finden sich mittlerweile auch in diversen Richtlinientexten, namentlich in Art. 70 MiFID II<sup>45, 46</sup> Der Basiskatalog von Sanktions-

und Aufsichtsinstrumenten, der in Zukunft zwingend von den Mitgliedstaaten vorzusehen ist, umfasst typischerweise finanzielle Sanktionen für juristische und natürliche Personen, Gewinnabschöpfung, Tätigkeitsverbote und das Aussetzen der Stimmrechte. Im Fall von MiFID II sind die Mitgliedstaaten verpflichtet, ihre Umsetzungsgesetzgebung bis spätestens 3. Juli 2016 zu erlassen; das neue Sanktionsregime sollte dann voraussichtlich ab 3. Januar 2017 gegenüber fehlbaren Marktteilnehmern zur Anwendung kommen.

Die Harmonisierungsbestrebungen treten im Weiteren darin zutage, dass in diversen Rechtsakten abstrakte Kriterien zur Bemessung von verwaltungsrechtlichen Sanktionen<sup>47</sup> und supranationale Vorgaben zur Förderung von Whistleblowing<sup>48</sup> verankert wurden. Dass die Sanktionsregelungen nicht nur harmonisiert, sondern auch verschärft, d.h. abschreckender ausgestaltet werden sollen, zeigt sich etwa am Beispiel der Geldbussen; dort sind deutliche Verschärfungen gegenüber den bisher in den Mitgliedstaaten üblichen Sanktionsrahmen feststellbar.<sup>49</sup> Eine weitere Verschärfung besteht darin, dass die Veröffentlichung von Sanktionsentscheiden («naming & shaming») nun in diversen Rechtsakten als Regelfall vorgesehen ist.<sup>50</sup> Schliesslich sind Harmonisierungen sogar im Bereich von strafrechtlichen Sanktionen im Gange, da mit der neuen Marktmissbrauchsrichtlinie (CRIM-MAD) supranationale Mindeststandards für vorsätzliche Insider-Geschäfte und Marktmanipulationen etabliert wurden.<sup>51</sup>

All diese Entwicklungen lassen keinen Zweifel daran, dass sich der nationale Ermessensspielraum bei der Ausgestaltung der nationalen Vollzugsregimes im Finanzsektor deutlich verengt hat.

<sup>41</sup> So insbesondere von Grossbritannien und Frankreich, vom Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA). Ablehnend jedoch Deutschland, das bloss Empfehlungen einem verbindlichen Rechtsakt vorzog. Der Internationale Währungsfonds stimmte den Vorschlägen zu, sprach sich jedoch für eine Maximalharmonisierung aus, um Arbitrage zu vermeiden. Zu den Reaktionen siehe: Feedback statement on public consultation «Reinforcing sanctioning regimes in the financial sector» ([http://ec.europa.eu/finance/consultations/2010/sanctions/docs/feedback\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2010/sanctions/docs/feedback_en.pdf)).

<sup>42</sup> So bereits KOM (2010) 716 (Fn. 39) S. 5. *Bürkle*, Der Sonderbeauftragte der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht im Versicherungssektor, 2013, S. 33 f.; *Lutter/Bayer/Schmidt*, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, 2012, § 17 Rz. 340.

<sup>43</sup> KOM, Feedback Statement (Fn. 41) S. 5 f. Dazu auch *Moloney* (Fn. 29) S. 967.

<sup>44</sup> Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch, ABL 2014 L 173, S. 1.

<sup>45</sup> Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (Neufassung), ABL 2014 L 173, S. 349.

<sup>46</sup> Für ein weiteres Beispiel siehe Art. 28b Richtlinie 2013/50/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. Oktober 2013 zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG («Transparenzrichtlinie»), der Richtlinie 2003/71/EG («Prospektrichtlinie»), sowie der Richtlinie 2007/14/EG der Kommission mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG, ABL 2013 L 294, S. 13. Zum Ganzen siehe *Moloney* (Fn. 29) S. 968.

<sup>47</sup> Siehe etwa Art. 31 MAR; Art. 72 MiFID II; Art. 28c Richtlinie 2013/50/EU.

<sup>48</sup> Siehe etwa Art. 32 MAR; Art. 73 MiFID II.

<sup>49</sup> Bei Insiderverstössen und Marktmanipulation gelten neu folgende Untergrenzen für Maximalbussen: EUR 5 Mio. für natürliche Personen und EUR 15 Mio. bzw. 15% des jährlichen Gesamtumsatzes für juristische Personen.

<sup>50</sup> Dass die Veröffentlichung bereits vor Rechtskraft erfolgen darf, unterstreicht die Strenge dieses Ansatzes noch zusätzlich. Vgl. Art. 34 MAR; Art. 71 MiFID II; Art. 29 Richtlinie 2013/50/EU.

<sup>51</sup> Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation, ABL 2014 L 173, S. 179.

Die expansive Wirkung  
des Effektivitäts-  
gebots beim Vollzug  
des EU-Kapitalmarkt-  
rechts

## IV.

## Konsequenzen für Drittstaaten

1. *Wirksame Sanktionen als Teil des  
Äquivalenznachweises*

Finanzdienstleister aus Drittstaaten dürfen nur unter eng definierten Voraussetzungen grenzüberschreitend Wertpapierdienstleistungen in der EU erbringen (Art. 46 ff. MiFIR<sup>52</sup>).<sup>53</sup> Für den Marktzugang ist insbesondere eine Registrierung bei der ESMA erforderlich, wobei dies nur jenen Drittlandfirmen offensteht, die in ihrem Herkunftsstaat einer «wirksamen Beaufsichtigung und Durchsetzung» unterstehen.<sup>54</sup> Ausserdem wird vorausgesetzt, dass die Kommission den «Rechts- und Aufsichtsrahmen» des Drittstaats in Bezug auf seine Wirkungen als gleichwertig anerkannt hat<sup>55</sup> und dass dessen Aufsichtsbehörde Kooperationsvereinbarungen mit der ESMA abgeschlossen hat.<sup>56</sup>

Bis dato gibt es nur wenig Anhaltspunkte dazu, wie diese Voraussetzungen im Einzelnen auszulegen sind. Art. 47 Abs. 1 MiFIR stellt immerhin klar, dass der Drittstaat die Äquivalenz seines Rechts- und Aufsichtssystems mit MiFID II und MiFIR sowie mit CRD IV<sup>57</sup> nachzuweisen hat. Selbst wenn Gleichwertigkeit keinesfalls Kongruenz erfordert und die Gleichwertigkeitsprüfung «ergebnisorientiert» durchgeführt wird,<sup>58</sup> sind angesichts des Detaillierungsgrads der unionsrechtlichen Standards

<sup>52</sup> Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, ABl. 2014 L 173, S. 84.

<sup>53</sup> Dazu eingehend: *Sethe*, Das Drittstaatenregime von MiFIR und MiFID II, SZW 6/2014, S. 615 ff.; *Zetzsche*, Drittstaaten im europäischen Bank- und Finanzdienstleistungsrecht, in: Bachmann/Breig (Hrsg.), Finanzmarktregulierung zwischen Innovation und Kontinuität, 2014, S. 47 ff., insbesondere S. 106 ff.

<sup>54</sup> Vgl. Art. 46 Abs. 2 (b) MiFIR. Zum Registrierungsverfahren vgl. Art. 46 Abs. 2 und 4 MiFIR sowie *Sethe* (Fn. 53) S. 626.

<sup>55</sup> Der Gleichwertigkeitsbeschluss wird gestützt die Kriterien von Art. 47 Abs. 1 MiFIR und basierend auf einer Stellungnahme des Europäischen Wertpapierausschusses (ESC) gefällt. Dazu *Sethe* (Fn. 53) S. 624 f.; *Zetzsche* (Fn. 53) S. 87; *Weber/Sethe*, Äquivalenz als Regelungskriterium im Finanzmarktrecht, SJZ 110 (2014) Nr. 22, S. 569 ff., S. 574 f.

<sup>56</sup> Zum Inhalt dieser Vereinbarungen vgl. Art. 47 Abs. 2 MiFIR sowie *Sethe* (Fn. 53) S. 626.

<sup>57</sup> Richtlinie 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen, zur Änderung der Richtlinie 2002/87/EG und zur Aufhebung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG, ABl. 2013 L 176, S. 338.

<sup>58</sup> Explizit: Erw.gr. 41 MiFIR. Im Rahmen des aktuellen Regulierungsdialogs Schweiz–EU zeichnet sich ab, dass bei der «ergebnisorientierten» Prüfung insbesondere die durch den Marktzugang von Drittstaatenbiestern entstehenden Risiken eine Rolle spielen. So explizit: Durchführungsbeschluss (EU) 2015/2042 der Kommission vom 13. November 2015 über die Gleichwertigkeit des Regulierungsrahmens der Schweiz für zentrale Gegenparteien mit den Anforderungen der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, ABl. L 298 vom 14. November 2015, Rn. 2 und 10. Siehe dazu auch *Sethe* (Fn. 53) S. 625 m.w.H.; *Weber/Sethe* (Fn. 55) S. 575.



zur Ausübung von Aufsichts- und Sanktionsbefugnissen (Art. 70 ff. MiFID II; oben, III.2.) grundlegende Auswirkungen auf die künftige Ausgestaltung von Vollzugsregimes in Drittstaaten nicht von der Hand zu weisen.<sup>59</sup>

Mit Blick auf die Schweiz<sup>60</sup> wird vor diesem Hintergrund die Frage virulent, ob bzw. unter welchen Voraussetzungen der Gleichwertigkeitsnachweis bei Vollzugsdelegationen an Selbstregulierungsorganisationen (SRO) gelingen kann.<sup>61</sup> Fraglich ist in diesem Kontext insbesondere, ob die Sanktionsregelungen von SRO und deren diesbezügliche Praxis den supranationalen Mindeststandards im Ergebnis gleichwertig sind. Diese Fragestellung wird in der Folge konkret vertieft am Beispiel des neuen Regulierungs- und Aufsichtskonzepts für den algorithmischen Börsenhandel, das mit dem Finanzmarktinfrastukturgesetz (FinfraG)<sup>62</sup> per Januar 2016 eingeführt wurde.

## 2. Äquivalenz beim Vollzug durch Selbstregulierungsorganisationen?

### a) Anwendungsfall: Algorithmischer Handel i.S.v. Art. 17 MiFID II

Im Verlauf der vergangenen Jahre zeichnete sich weltweit eine erhöhte Pannenanfälligkeit von Handelssystemen ab; Wissenschaftler vermuten einen Zusammenhang mit dem Aufschwung innovativer Handelstechnologien – namentlich dem algorithmisch gestützten Börsenhandel und dessen Unterart, dem Hochfrequenzhandel.<sup>63</sup> Vor diesem Hintergrund hat die EU in MiFID II Mindeststandards zur Risikobegrenzung und zur Gewährleistung der Belastbarkeit von Systemen verankert. Wertpapierfirmen, welche den algorithmischen Handel betreiben, unterliegen einer ganzen Reihe aufsichtsrechtlicher Pflichten – namentlich Aufzeichnungs- und Offenlegungspflichten, System- und Stresstests, Risikokontrollen sowie Notfallvorkehrungen bei schwerwiegenden Störungen und bei Anomalien im Handelsverlauf (Art. 17 MiFID II).<sup>64</sup> In der EU gelten diese Vorgaben zur Ausübung des algorithmischen Handels als organisatorische Pflichten und damit als Zulassungsbe-

dingungen für Wertpapierfirmen; deren fortdauernde Einhaltung wird von der zuständigen Behörde des Herkunftsmitgliedstaats im Rahmen der laufenden Aufsicht überwacht. Eine Aufsicht durch die Betreiber von Handelsplätzen ist nur in zwei eng begrenzten Ausnahmefällen vorgesehen, die wegen hoher Technizität besonderes Know-how erfordern.<sup>65</sup> Die Mitgliedstaaten sind verpflichtet, für Verstösse gegen Art. 17 MiFID II Sanktionen gemäss den Mindeststandards von Art. 70 Abs. 6 MiFID II vorzusehen, namentlich Geldbussen, Gewinneinziehung, Tätigkeitsverbote und – als *ultima ratio* – den Entzug der Zulassung, wobei der Sanktionsentscheid i.S.d. «naming & shaming» publiziert wird (oben, III.2).

### b) Schweiz: Aufsicht und Sanktionierung durch Börsen

Inhaltlich hat die Schweiz die Regulierungsstandards der EU zum algorithmischen Handel weitgehend übernommen;<sup>66</sup> diese wurden in der neuen Gesetzgebung über die Finanzmarktinfrastrukturen verankert (Art. 30 FinfraG i.V.m. Art. 30 f. FinfraV<sup>67</sup>).<sup>68</sup> Deutliche Unterschiede zeigen sich allerdings im Vollzug: Die Schweiz weicht insofern vom unionsrechtlichen Vollzugsregime ab, als sie Aufsicht und Sanktionierung nicht staatlichen Aufsichtsbehörden vorbehält, sondern getreu dem Prinzip der Selbstregulierung den Handelsplätzen überlässt. Das bedeutet konkret, dass die Handelsplätze die im algorithmischen Handel engagierten Teilnehmer regulatorisch zur Einhaltung der organisatorischen Pflichten von Art. 31 Abs. 2 lit. a–e FinfraV verpflichten müssen. Ob für dieses Vollzugskonzept der Gleichwertigkeitsnachweis i.S.v. Art. 47 MiFIR erbracht werden kann, ist aus folgenden Gründen fraglich:

- Das aufsichtsrechtliche Verfahren und die zu verhängenden Sanktionen ergeben sich nicht aus staatlichem Recht, sondern aus Selbstregulierungserlassen;<sup>69</sup> die hoheitliche Steuerung erschöpft sich darin, dass die Reglemente der Handelsplätze unter dem Genehmigungsvorbehalt der FINMA stehen.<sup>70</sup> Zwar ist die Anzahl der in der Schweiz domizilierten Börsen und Multilateralen Handelssysteme (MTF) überschaubar;

<sup>59</sup> Auch Zetzsche (Fn. 53) S. 107, spricht MiFID II im Kontext mit Drittstaaten die Wirkung einer «Maximalharmonisierung» zu.

<sup>60</sup> Zur volkswirtschaftlichen Bedeutung des EU-Marktzugangs für die Schweiz vgl. Gerber/Bürki Kronenberg, Die internationale Regulierungsentwicklung fordert die Schweizer Finanzmarktpolitik heraus, Die Volkswirtschaft 7/8-2014, S. 4 ff. Äquivalenz bringt nebst dem Marktzugang weitere Vorteile für Drittstaatunternehmen mit sich, so etwa diverse regulatorische Erleichterungen im Zusammenhang mit OTC-Derivatstransaktionen (siehe z.B. Art. 13 EMiR).

<sup>61</sup> So bereits Sethe (Fn. 53) S. 625.

<sup>62</sup> BG über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 19. Juni 2015 (SR 958.1).

<sup>63</sup> Zum Ganzen *Contratto*, Hochfrequenzhandel und systemische Risiken, GesKR 2/2014, S. 143 ff. m.w.H.

<sup>64</sup> Ergänzend dazu sieht Art. 48 MiFID II Vorgaben für Handelsplätze vor.

<sup>65</sup> Siehe dazu Art. 48 Abs. 6 und Abs. 10 MiFID II (Kennzeichnung und Testen von Algorithmen).

<sup>66</sup> Zum Vergleich zwischen schweizerischer und europäischer Regelung siehe *Contratto*, Vernehmlassungseingabe an das EFD zum Entwurf der FinfraV, 25. September 2015 (<www.rwi.uzh.ch/lehreforschung/alphabetisch/contratto/StellungnahmeFinfraV.pdf>), insbesondere Ziff. II.1.

<sup>67</sup> VO über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 25. November 2015 (SR 958.11).

<sup>68</sup> Für Pflichten der Handelsplätze i.S.v. Art. 48 MiFID II vgl. Art. 30 FinfraG i.V.m. Art. 30 FinfraV; für Pflichten der Wertpapierfirmen i.S.v. Art. 17 MiFID II vgl. Art. 31 FinfraV.

<sup>69</sup> Für konkrete Beispiele siehe etwa das Handelsreglement und die Verfahrensordnung der SIX Swiss Exchange (<www.six-swiss-exchange.com/participants/regulation/rules\_regs\_de.html>). Zur Rechtslage in Deutschland siehe Fn. 72.

<sup>70</sup> Art. 27 Abs. 4 FinfraG.

## Contratto —

Die expansive Wirkung  
des Effektivitäts-  
gebots beim Vollzug  
des EU-Kapitalmarkt-  
rechts

dennoch ist es wenig wahrscheinlich, dass es gelingen wird, sämtliche Handelsplätze auf einen mit Art. 70 ff. MiFID II vergleichbaren, einheitlichen Katalog von Sanktionen und Bemessungskriterien einzuschwören, zumal es an der hierfür erforderlichen gesetzlichen Grundlage mangelt.<sup>71</sup> Es bleibt die schwache Hoffnung, dass die FINMA im Rahmen ihrer Genehmigungspraxis dafür sorgen wird, dass die Verfahrens- und Sanktionsregimes der schweizerischen Handelsplätze dennoch im Ergebnis mit den unionsrechtlichen Vorgaben vergleichbar sind. Die Frage der Äquivalenz wird allerdings noch einige Zeit in der Schwebe bleiben, zumal sich die konkrete Implementierung von MiFID II/MiFIR zeitlich massiv verzögert hat (der Zeitpunkt der direkten Anwendbarkeit für die Marktteilnehmer wurde vor Kurzem von Januar 2017 auf Januar 2018 verschoben).

- Der Gleichwertigkeitsnachweis dürfte auch deshalb nur schwer zu erbringen sein, weil Aufsicht und Sanktionierung anders als in der EU nicht in den Händen einer staatlichen Aufsichtsbehörde liegen. Zwar werden beispielsweise auch an verschiedenen Handelsplätzen in Deutschland Sanktionen durch nicht-staatliche Sanktionsausschüsse verhängt; diese fällen ihre Entscheide jedoch gestützt auf staatliches Verfahrensrecht.<sup>72</sup> Ganz abgesehen davon wird die Einhaltung der organisatorischen Pflichten für Hochfrequenzhändler i.S.v. Art. 17 MiFID II in Deutschland durch die BaFin im Rahmen der Institutsaufsicht überwacht; ein Hinweis auf das in Deutschland verbreitete, teilweise auf Selbstregulierung basierende Aufsichtskonzept wäre deshalb im vorliegenden Kontext unbehelflich. Die bisherige Praxis der Sanktionskommission der SIX lässt zudem gewisse Zweifel an der Effektivität dieses Vollzugsmodells aufkommen: In den vergangenen zehn Jahren wurden insgesamt nur 27 Sanktionen gegen Teilnehmer ausgesprochen, während im gleichen Zeitraum 127 Sanktionsentscheide gegen Emittenten ergingen.<sup>73</sup> Überdies war die bisherige Sanktionspraxis – gemessen an dem effektiv zur Verfügung stehenden «Sanktions-Arse-

<sup>71</sup> Schon im BEHG fehlte eine ausreichende gesetzliche Grundlage, um die Börsen zur Einführung eines Sanktionsregimes zu verpflichten (Art. 4 BEHG sprach lediglich von einer «angemessenen Betriebs-, Verwaltungs- und Überwachungsorganisation»). Art. 27 FinfraG hat dieses Manko nicht behoben.

<sup>72</sup> Siehe dazu etwa § 22 der Börsenverordnung des Bundeslandes Hessen (regelt das Sanktionsverfahren für die Frankfurter Wertpapierbörse und für Eurex Deutschland). Die Handelsüberwachungsstelle hat nach deutschem Börsengesetz eine öffentlich-rechtliche Stellung inne; sie ist der staatlichen Börsenaufsicht unterstellt und kann nicht als Selbstregulierungsorganisation qualifiziert werden.

<sup>73</sup> Sanktionsentscheide der SIX unter <<https://www.six-exchange-regulation.com/de/home/publications/explorer/sanction-decisions.html>>.

nal»<sup>74</sup> – von grosser Zurückhaltung geprägt;<sup>75</sup> in der Mehrzahl beschränkten sich die Sanktionen auf blosser Verweise und vereinzelt auf Bussen, welche fast ausnahmslos am unteren Rand des Bussenrahmens angesetzt wurden.<sup>76</sup> Dieser Befund erstaunt nicht, denn die Handelsplätze haben aufgrund weitreichender Interessenverflechtungen keine Anreize dafür, die Teilnehmer im Rahmen von Sanktionsverfahren ins Recht zu fassen und einschneidende Sanktionen zu verhängen.<sup>77</sup> Das Selbstregulierungsprinzip bietet den Handelsplätzen nämlich nicht nur beim Erlass von Reglementen, sondern auch bei der Handhabung der Aufsichts- und Sanktionierungsbefugnisse einen gewissen Ermessensspielraum; ob die FINMA diesen unter Art. 27 Abs. 1 FinfraG in Zukunft enger begrenzen wird als unter dem bisherigen Art. 4 BEHG, ist derzeit noch nicht absehbar.<sup>78</sup>

Die soeben dargelegten, fundamentalen Abweichungen der schweizerischen Regelung vom Vollzugskonzept in der EU machen den Gleichwertigkeitsnachweis zu einem äusserst anspruchsvollen Unterfangen. Allein der Nachweis, dass die für Sanktionen erforderlichen Attribute der Wirksamkeit, Verhältnismässigkeit und der abschreckenden Wirkung *in casu* gegeben sind, ist alles andere als trivial; ganz zu schweigen von der Frage der Vollzugseffektivität bei einer Delegation der Aufsichts- und Sanktionierungsbefugnisse an nicht hoheitliche Entitäten. Zusätzlich erschwert wird die Argumentation schliesslich dadurch, dass die Selbstregulierung im internationalen Regulierungsdiskurs mittlerweile ohnehin einen schweren Stand hat.<sup>79</sup>

<sup>74</sup> Verstösse gegen das Handelsreglement können mit Verweis, Suspendierung oder Ausschluss sowie Busse bis CHF 10 Mio. geahndet werden (Ziff. 19 Handelsreglement SIX Swiss Exchange).

<sup>75</sup> Siebeneck, Die Sanktionsverfahren der Schweizer Börse, 2013, S. 192.

<sup>76</sup> Es wurden 17 Verweise und acht Bussen (durchschnittlich CHF 30 000. –) verhängt, in zwei Fällen wurde auf eine Sanktion verzichtet. Für Einzelheiten siehe Sanktionsentscheide der SIX (Fn. 73). Auffallend ist jedoch, dass fehlbare Händler oftmals geradezu drakonisch sanktioniert werden; so kam es in der Vergangenheit nicht selten zu Suspendierungen der Händlerzulassung, was einem faktischen Berufsverbot gleichkommt. Angesichts der gravierenden persönlichen und ökonomischen Konsequenzen für die Betroffenen ist geradezu stossend, dass ein wirksames Rechtsmittelverfahren mit Weiterzugsmöglichkeiten an das Bundesverwaltungsgericht und ans Bundesgericht fehlt, wie es bei einer Verhängung eines Berufs- oder Tätigkeitsverbots durch die FINMA zur Anwendung käme.

<sup>77</sup> Carson, Self-Regulation in Securities Markets, World Bank Policy Research Working Paper No. 5542, 2011, S. 41 ff.; *Contratto* (Fn. 63) S. 148.

<sup>78</sup> Zur stärkeren Rolle der FINMA siehe Botschaft FinfraG, 13. September 2014, BBl 2014 7483 ff., S. 7531.

<sup>79</sup> Carson (Fn. 77) S. 11 f.; Zulauf, Koregulierung statt Selbstregulierung, Jusletter vom 4. November 2013, Rz. 77.

## V.

### Würdigung und Ausblick

Das unionsrechtliche Effektivitätsgebot ist im Schatten der Finanzkrise zu neuer Blüte gelangt. Neu ist nicht nur die Intensität des supranationalen Einwirkungsanspruchs auf die nationale Verfahrensautonomie, sondern auch die Urheberschaft dieser geradezu paradigmatischen Entwicklung: War es in früheren Phasen primär der EuGH, der im Rahmen konkreter Streitfälle das Interesse an einer effektiven Verwirklichung des Unionsrechts vertrat, so ist der jüngste Expansionschub des Effektivitätsgebots verfassungsmässig insofern viel breiter abgestützt, als er auf Rechtsakten gründet, die gemeinsam von Rat und Parlament auf Vorschlag der Kommission verabschiedet wurden. Nur vor dem Hintergrund des verheerenden «Flurschadens», den die Finanzkrise in ökonomischer, politischer und gesellschaftlicher Hinsicht verursacht hat, ist nachvollziehbar, dass sanktions- und verfahrensrechtliche Aspekte, die seit je her als Teil einer geradezu unantastbaren lokalen Rechtskultur galten,<sup>80</sup> nun doch plötzlich in den Sog intensiver Konvergenzbewegungen geraten sind. Ob der eingeschlagene Weg die erwünschten Wirkungen zu erzielen vermag, wird sich erst in den kommenden Jahren zeigen, und zwar nicht anhand des blossen «law in books» in Gestalt harmonisierter Sanktionsregelungen, sondern vielmehr am «law in action», d.h. anhand der gelebten Sanktionspraxis in den jeweiligen Mitgliedstaaten.

Drittstaaten ihrerseits sollten der Tatsache ins Auge sehen, dass der Preis des EU-Marktzugangs mitunter hoch sein kann. Wie urplötzlich eine über lange Zeit verfestigte Morphologie nationaler Vollzugsregimes durch den unionsrechtlichen Einwirkungsanspruch der Drittstaatenregelung umgeformt werden kann, dürfte bisher vielerorts unter dem Radar der öffentlichen Aufmerksamkeit durchgeglitten sein. Selbst wenn in unionsrechtlichen Kreisen immer wieder betont wird, dass nicht vollständige Kongruenz, sondern lediglich eine «ergebnisorientierte» Gleichwertigkeit nachzuweisen sei,<sup>81</sup> so wird die Handlungsfreiheit der Gesetzgeber von Drittstaaten unter dem Damoklesschwert des Äquivalenznachweises doch in einem Ausmass beschränkt, das zumindest aufhorchen lassen sollte. Man mag sich im Zeitalter globalisierter Märkte bereits an den Gedanken gewöhnt haben, dass Extraterritorialität und Konvergenzdruck zu unabdingbaren Attributen

<sup>80</sup> Dazu eingehend Stürner, in: Gilles/Pfeiffer (Hrsg.), *Procedural Law and Legal Cultures*, 2004, S. 31 ff.

<sup>81</sup> So unlängst die Kommission im Rahmen der Äquivalenzanerkennung der Schweizer Central Counterparty Regulierung (Fn. 58).

## Contratto —

Die expansive Wirkung  
des Effektivitäts-  
gebots beim Vollzug  
des EU-Kapitalmarkt-  
rechts

moderner Finanzmarktregulierung geworden sind. Dennoch täten souveräne Drittstaaten gut daran, die Frage des Marktzugangs im Einzelfall einer nüchternen Kosten-Nutzen-Analyse zu unterziehen.

Ganz abgesehen von diesen Überlegungen grundsätzlicher Art stellt sich für die Schweiz die konkrete Frage, ob dies möglicherweise bereits der Auftakt zum Schwanengesang der Selbstregulierung war. Denn Handelsplätze mögen zwar über das erforderliche technische Know-how verfügen, um die Regeln für den Börsenhandel inhaltlich sinnvoll mitzuprägen; der inhärente Interessengleichlauf mit ihren Teilnehmern – «je mehr Handelsvolumen, desto besser» – macht Handelsplätze jedoch zu denkbar ungeeigneten Aufsichts- und Sanktionsorganen. Denn hier bewahrheitet sich erneut, was bereits in anderem Kontext kritisch angemerkt wurde: «Die Selbstregulierung der Finanzmärkte ist der falsche Weg. Das ist so, als würde man einen Hund damit beauftragen, einen Futtervorrat zu bewachen».<sup>82</sup>

<sup>82</sup> Norbert Walter (Chefsvolkswirt der Deutschen Bank von 1990–2009) im Rahmen eines Referats an einer Derivatetagung im Jahr 2008 (zit. nach Handelsblatt vom 21. Oktober 2008).